The background of the slide is a photograph of a modern building facade. The building is primarily grey with large glass panels. The words "BBVA Continental" are visible on the upper part of the building, written in a light color. The sky is a pale, overcast blue. In the foreground, there are some dark, curved architectural elements and a small green plant.

BBVA | Research

Situación Perú

1° TRIMESTRE DE 2018 | UNIDAD DE PERÚ

Índice

1. Resumen	3
2. El crecimiento global se reafirma	5
3. Perú: revisamos a la baja las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019	7
4. Política fiscal: el mayor reto sigue siendo incrementar los ingresos del gobierno	17
5. Bajo déficit en cuenta corriente: fortaleza en un entorno de moderación del influjo de capitales	20
6. Mercados financieros: activos siguen mostrando buen desempeño, aunque con episodios de volatilidad de corto plazo	22
7. Inflación tocará mínimos a fines de este trimestre, pero luego tenderá a converger al centro de la meta	25
8. Política monetaria: ¿más flexibilización en camino?	26
9. Proyección de crecimiento para 2018 con alta incertidumbre, a la espera de una mayor definición del nuevo escenario político	27
10. Cuadros	29

Fecha de cierre: **19 de enero de 2018**

1. Resumen

Los indicadores disponibles apuntan a que el crecimiento de la economía habría sufrido un bache a fines de 2017. La suspensión de la extracción de anchoveta, levantada solo en enero de 2018, habría llevado a que el conjunto de actividades orientadas a la extracción y procesamiento de recursos naturales se contraiga, algo que no ocurría desde hace tres años. En ese contexto, **estimamos que el PIB avanzó entre 2,0% y 2,5% interanual en el cuarto trimestre del año pasado, quizás más cerca de la parte baja de ese rango, y, con ello, alrededor de 2,3% en el conjunto de 2017.** Es importante mencionar que, a pesar del bache transitorio de fines del año pasado, la recomposición del crecimiento, con un mayor empuje de la demanda interna y ralentización de las exportaciones (el auge de la producción cuprífera tiende a agotarse), continúa.

Para el año 2018 preveamos una expansión del PIB en torno a 3,5% (y a 3,8% en 2019). La **aceleración del crecimiento en poco más de un punto porcentual se dará en un contexto en el que el panorama internacional continuará siendo favorable para la economía peruana.** Los precios de los metales que Perú exporta, por ejemplo, se mantendrán en niveles atractivos y ello favorecerá la inversión minera, el crecimiento mundial será mayor (sobre todo en los principales socios comerciales de Perú), y el ajuste monetario en las economías más desarrolladas seguirá siendo solo gradual. **Localmente, además de la normalización de las condiciones climatológicas, habrá un impulso por el lado fiscal asociado al mayor gasto para reconstruir la infraestructura dañada por El Niño Costero de principios de 2017 y para acelerar la construcción de nueva infraestructura,** como por ejemplo la necesaria para el despliegue de los Juegos Panamericanos de 2019 y la segunda línea del metro de Lima. Esta previsión de crecimiento para 2018 es, sin embargo, algo menor a la que teníamos hace tres meses (3,9%). Luego de la discusión en el Congreso de la vacancia del Presidente Kuczynski –moción que finalmente no prosperó- y del posterior indulto del expresidente Fujimori, la sensación de que la gobernabilidad es precaria ha aumentado; en ese contexto de mayor incertidumbre, nuestro nuevo escenario base incorpora una mayor cautela para gastar de parte de las empresas y de las familias, así como en la gestión del gasto público (el impulso por el lado fiscal continúa así como soporte importante del crecimiento en 2018, pero menos que en nuestro reporte anterior). La mejora del panorama externo en comparación con el que presentamos hace tres meses (mayores crecimiento mundial y precios de metales) atenúa la revisión a la baja.

La aceleración del gasto público llevará a que el déficit fiscal se incremente transitoriamente de 3,2% en 2017 a 3,4% en 2018. Este será el déficit más alto en dieciocho años. Más adelante, desde 2019, el Gobierno tiene como objetivo la consolidación de las cuentas fiscales. Cumplir este compromiso requerirá de esfuerzo para contener el gasto corriente, pero creemos también que es posible lograrlo al tomar en cuenta que el incremento del gasto público en 2018 se da sobre todo por el lado de la inversión y tiene una naturaleza transitoria (reconstrucción de infraestructura, Juegos Panamericanos), que los ingresos habrán dejado de disminuir como porcentaje del PIB (recuperación de la demanda interna), y que las devoluciones tributarias empiezan a normalizarse. Esta tendencia a consolidar las cuentas fiscales está recogida en nuestro escenario base de proyección, pero el ritmo de la

consolidación que estamos considerando es algo menos ambicioso que el anunciado por el Gobierno. Con ello, la deuda pública bruta se estabilizará en un nivel equivalente a poco más de 29% del PIB en el medio plazo.

En los mercados financieros, los precios de los activos peruanos continúan fortaleciéndose. El incremento del ruido político local solo ha tenido un impacto negativo transitorio. En el caso concreto de la moneda peruana, esta sigue bajo presiones de apreciación en un contexto de fuerte superávit comercial -que en 2017 estimamos que se incrementó hasta los USD 5,8 mil millones- y de flujo de capitales (para adquirir bonos soberanos, por ejemplo), esto último por la abundancia de liquidez a nivel global, expectativa de que los bancos centrales de las economías más desarrolladas retirarán los estímulos monetarios pero solo gradualmente y de manera anticipada, mejora de las cuentas externas, y continua solidez de las finanzas públicas. Las intervenciones cambiarias del banco central contienen las presiones de apreciación sobre la moneda local. **Hacia adelante, prevemos que el panorama en el mercado cambiario será cualitativamente similar, aunque con un superávit comercial e influjo de capitales que irán moderándose, y con un banco central que seguirá activo. En ese contexto, el tipo de cambio concluirá el año en un nivel similar al de fines de 2017,** pero más adelante mostrará cierta tendencia a depreciarse.

Por el lado de los precios, la inflación descendió rápida y significativamente en los últimos meses, cerrando el año 2017 en 1,4%, el más bajo nivel en los últimos siete años y medio. En ello contribuyó la normalización de los precios de algunos alimentos que se habían elevado transitoriamente con las anomalías climatológicas de El Niño Costero; también lo hicieron la apreciación de la moneda local y la debilidad cíclica de la economía. Estimamos que buena parte de las correcciones de precios de los alimentos ya se habría dado. Aún así, debido a una alta base de comparación interanual, **la inflación continuará disminuyendo en el primer trimestre de 2018 y transitoriamente se ubicará por debajo del rango meta. Más adelante, sin embargo, la inflación tenderá a converger al centro del rango meta y estimamos que lo alcanzará hacia fines de año.** La previsión toma en cuenta que el ritmo de avance interanual de los precios de los alimentos, que descendió marcadamente el año pasado, se normalizará y que el tipo de cambio se mantendrá relativamente estable, a diferencia de lo que ocurrió en 2017, cuando disminuyó 4% e incidió en el mismo sentido sobre la inflación. Esto será atenuado por las holguras que aún se mantendrán en ciertos sectores de la economía y por el menor ritmo interanual al que estimamos que aumentará el precio del petróleo en 2018.

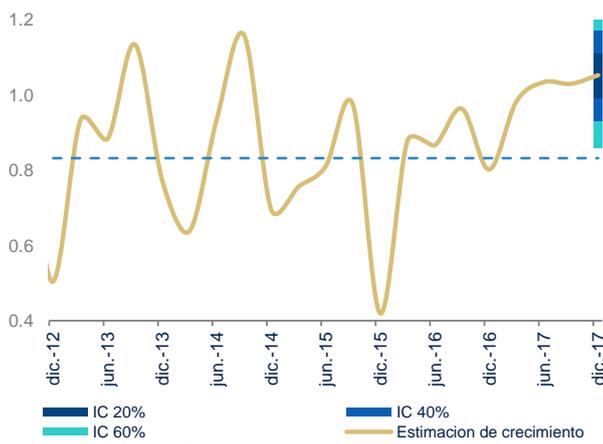
En el entorno de fuerte descenso de la inflación –que está llevando a las expectativas inflacionarias por el mismo camino, aunque de modo más lento- **y de debilidad cíclica de la economía, el banco central continuó en los últimos meses recortando la tasa de interés de referencia.** Esta se ubica actualmente en 3,0%. **No descartamos que en los próximos dos o tres meses haya una rebaja adicional de 25pb** si el crecimiento del PIB sorprende negativamente a las autoridades económicas (estimamos que ello ocurrirá con las cifras del cuarto trimestre), el impulso por el lado fiscal toma más tiempo en concretarse (y se ubica así por debajo de lo previsto), el mayor ruido político se traduce en una disminución adicional de la confianza empresarial, o las expectativas inflacionarias pasan a ubicarse por debajo de 2%. **Nuestro escenario base incorpora esta rebaja y que la tasa de política se mantendrá en 2,75% por lo menos hasta mediados de 2019.**

2. El crecimiento global se reafirma

Crecimiento global robusto y sostenido en 2017

El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en torno al 1% trimestral (Gráfico 2.1), reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real: la recuperación de la inversión que ha ganado tracción, apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global que, a su vez, sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas, así como por la relativa calma en los mercados financieros. En estos últimos, en ausencia de choques globales negativos, los fundamentos han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversores (Gráfico 2.2), lo que continúa propiciando la entrada de capitales a las economías emergentes, aunque con alguna moderación gradual en los últimos meses. De este modo, el crecimiento mundial podría haberse acelerado en cuatro décimas, hasta el entorno del 3,7% en 2017, es decir, dos décimas más que lo previsto hace tres meses.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial. Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Indicador de apetito por el riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Durante los últimos tres meses han aumentado las razones para mantener cierto optimismo en todas las grandes áreas. En EE.UU., la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año, con tasas de crecimiento algo por encima de lo esperado y mejoras en el mercado de trabajo. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una

normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor que lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una inflación moderada, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. En todo caso, el mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el avance en la normalización de la actuación de los bancos centrales en las economías desarrolladas, mientras que muchos de los de las economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento.

Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 (alrededor de una décima) hasta el 3,8%, lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto al escenario presentado hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU. como China y la Eurozona en 2018, debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En particular, anticipamos que EEUU crecería 2,6% en 2018 (cuatro décimas más que hace tres meses) y 2,5% en 2019, impulsado por los efectos de la reforma fiscal y los mejores fundamentos externos y domésticos. Para China, prevemos una desaceleración más moderada (gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista), con un crecimiento de 6,3% en 2018 y 6,0% en 2019, frente al 6,7% de 2017. Por su parte en la zona del euro revisamos al alza el crecimiento en cuatro décimas en 2018, hasta el 2,2%, que sería seguido por 1,8% en 2019, apoyado en la fortaleza de la demanda interna y la aportación positiva de las exportaciones netas. Por último, en las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación.

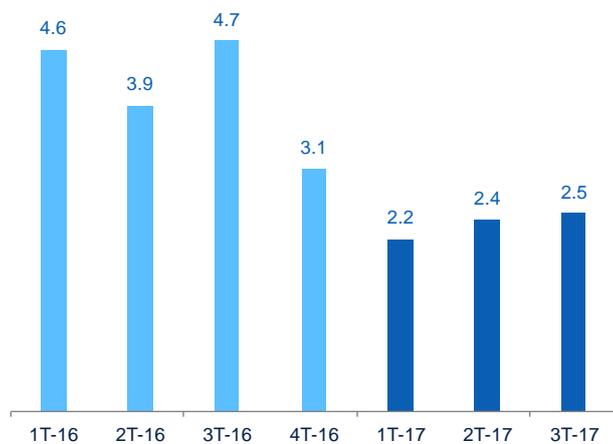
Los riesgos a este panorama mundial relativamente benigno siguen existiendo, aunque son menores que hace tres meses. Sobre todo destacan los riesgos de carácter político y geopolítico, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

3. Perú: revisamos a la baja las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019

Durante el tercer trimestre de 2017 la economía siguió mostrando signos de mejora, favorecida por una recuperación de la demanda interna y los vientos de cola del entorno internacional

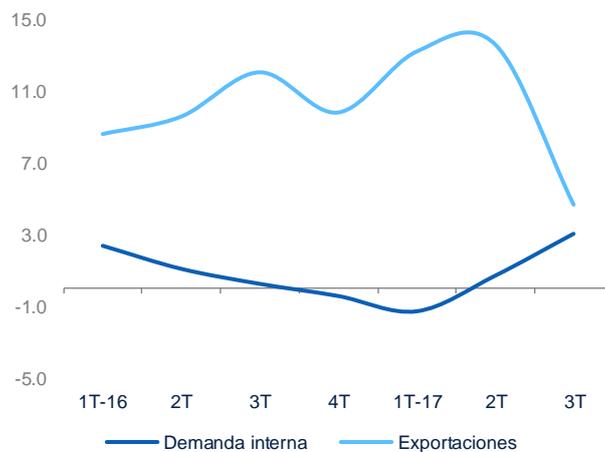
El PIB se expandió 2,5% interanual en el tercer trimestre de 2017. Esta cifra sugiere que la actividad está mejorando (ver gráfico 3.1) luego de sufrir el impacto negativo del fenómeno climatológico El Niño Costero y de la postergación de importantes proyectos de infraestructura, como por ejemplo el Gasoducto del Sur. La mejora en el desempeño de la actividad es, sin embargo, moderada.

Gráfico 3.1 PIB
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2 Demanda interna* y Exportaciones
(en términos reales, var. % interanual)

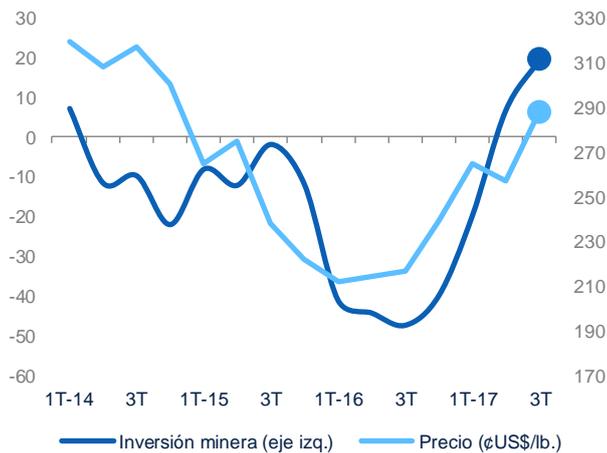


* Excluye la variación de inventarios
Fuente: BCRP y BBVA Research

Al interior del PIB hubo cambios interesantes en el tercer trimestre, en línea con lo que anticipamos en nuestro reporte anterior. Por el lado del gasto, la demanda interna se recupera (ver Gráfico 3.2), sobre todo la inversión. La inversión privada, por ejemplo, volvió a expandirse luego de catorce trimestres consecutivos de retroceso en un entorno en el que, de un lado, la inversión minera viene encontrando soporte en las favorables condiciones externas (atractivos precios de los metales; ver Gráfico 3.3), y de otro, la no minera empieza poco a poco a recuperar dinamismo tras la disipación de los efectos negativos de El Niño Costero y en un entorno de mayor empuje de la política económica contracíclica. En cuanto a la inversión pública, esta creció 5% en el tercer trimestre. Es su primer resultado positivo en un año. Destacó el mayor gasto en infraestructura de saneamiento, de los Juegos Panamericanos 2019, y la aceleración en los trabajos de construcción de la Línea 2 del metro de Lima. Las

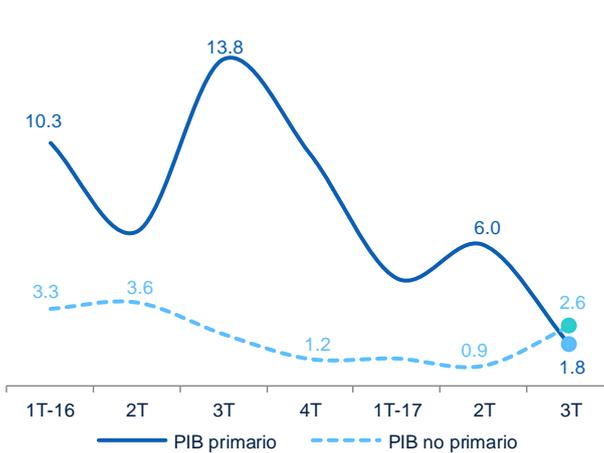
exportaciones, sin embargo, registraron un comportamiento opuesto al de la demanda interna y se debilitaron. Ello recoge la significativa moderación en el ritmo de crecimiento de las ventas de cobre al exterior en un contexto en el que, al parecer, las empresas podrían haber estado empleando transitoriamente sus inventarios para la exportación, aprovechando así el alza de la cotización internacional del metal (de otra manera es difícil explicar las fuertes exportaciones en el primer semestre, a pesar del bajo dinamismo de la producción en ese período), algo que habría concluido en la segunda mitad del año. La recomposición entre mayor dinamismo de la demanda interna y ralentización de las exportaciones se reflejó, por el lado sectorial, en una mejora de las actividades no primarias (Construcción, Comercio, y Servicios, por ejemplo), mientras que el conjunto de actividades primarias, es decir, aquellas vinculadas con la extracción de recursos naturales, mostraron un desempeño más débil (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3 Inversión minera y Precio del cobre (var. % interanual; ¢USD/lb)



Fuente: BCRP, MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.4 PIB primario y no primario* (var. % interanual)



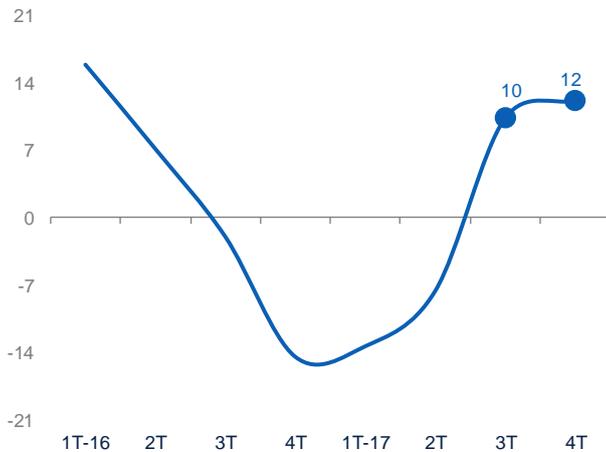
* PIB no primario excluye derechos de importación e impuestos.
Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

Durante el cuarto trimestre, sin embargo, la actividad habría sufrido un bache transitorio según nuestras estimaciones y habría crecido entre 2,0% y 2,5% interanual

La información disponible del cuarto trimestre de 2017 sugiere dos cosas. En primer lugar, que las principales tendencias del trimestre previo, es decir, la recomposición de los soportes del crecimiento en favor de la demanda interna y ralentización de las exportaciones se mantiene e incluso se ha acentuado. La inversión pública, por ejemplo, volvió a mostrar un fuerte dinamismo (ver Gráfico 3.5), en tanto que los indicadores disponibles para la inversión privada (ver Gráfico 3.6) apuntan a que esta habría vuelto a expandirse a un ritmo no muy distinto al observado en el trimestre anterior. En segundo lugar, que el ritmo de crecimiento del PIB, el cual venía acelerándose, tuvo un bache y se habría situado por debajo de 2,5% interanual. Este resultado reflejó, sobre todo, las dificultades que enfrentó la segunda temporada de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral (suspensión de las actividades de

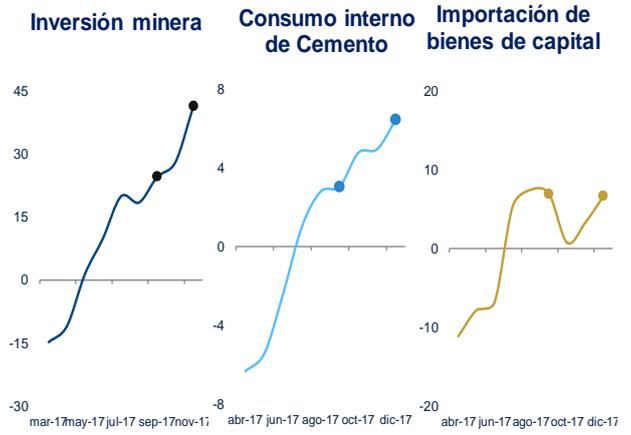
extracción porque una proporción importante de peces no alcanzaban las tallas mínimas), lo que incidió negativamente sobre la Pesca y la Manufactura primaria, por el lado sectorial, y sobre las exportaciones, por el lado del gasto. Si esto no hubiese ocurrido y se hubiese capturado una cantidad de anchoveta similar a la de fines de 2016, entonces el PIB habría crecido en el cuarto trimestre poco más de 3,0% interanual según nuestros estimados.

Gráfico 3.5 Inversión pública* (var. % interanual)



* Corresponde solo al Gobierno General, de manera que no incluye a las empresas públicas.
Fuente: BCRP y BBVA Research

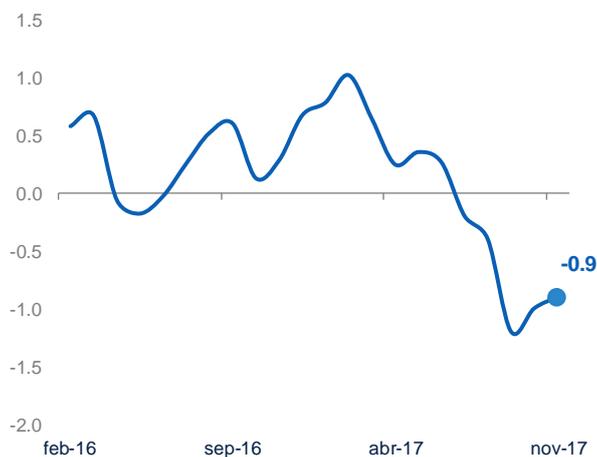
Gráfico 3.6 Indicadores de inversión privada (promedio móvil tres meses, var. % interanual)



Fuente: MINEM, INEI, BCRP y BBVA Research

Cabe mencionar que a pesar de que la demanda interna mostró un mayor dinamismo en la segunda mitad del año pasado, y sobre todo en el cuarto trimestre, eso no se ha traducido en un aumento del empleo formal (ver Gráfico 3.7). Las empresas, y en particular las medianas y grandes, todavía no se animan a contratar. Quizás aún tienen holguras y de momento no requieren incrementar sus nóminas; quizás han optado por implementar mejoras tecnológicas en sus procesos buscando así reducir costos, lo que acota la necesidad de contratar personal en este momento; o quizás solo si observan que la recuperación de la actividad es importante, se sostiene, y se extiende a más sectores (la Construcción ha despegado, pero los Servicios y el Comercio solo muestran una tibia mejora, en tanto que la Manufactura no primaria continúa contrayéndose), entonces se animarán a hacerlo. En cualquier caso, la rigidez del mercado laboral peruano lleva a que las empresas sean más cautelosas en la contratación formal. Esa debilidad de la creación de empleo ha incidido en el mismo sentido sobre la masa salarial (ver Gráfico 3.8), imprimiéndole resistencia al avance del consumo privado.

Gráfico 3.7 Empleo formal*
(var. % interanual)



* Empleo en empresas privadas de más de 10 trabajadores en zonas urbanas. No incluye al sector construcción.
Fuente: MTPE

Gráfico 3.8 Masa salarial*
(en términos reales, var. % interanual)



* Se calcula multiplicando la PEA ocupada por el ingreso laboral real promedio mensual. Se utiliza información de Lima Metropolitana. La cifra de cada mes corresponde al promedio móvil trimestral con término en el mes. Fuente: INEI

Con el crecimiento de la actividad económica que anticipamos para el cuarto trimestre de 2017, **el PIB se habría expandido alrededor de 2,3% ese año**, un año en el que si bien fue favorable el entorno internacional y, localmente, las políticas económicas adquirieron un tono más contracíclico, sobre todo en el segundo semestre, también es cierto que la actividad sufrió dos choques negativos importantes como El Niño Costero y la postergación de proyectos de infraestructura de gran tamaño.

En comparación con lo que previmos en nuestro reporte anterior, la mayor incertidumbre vinculada a las tensiones políticas ralentizará el crecimiento en 2018 y 2019, a pesar del mejor entorno externo

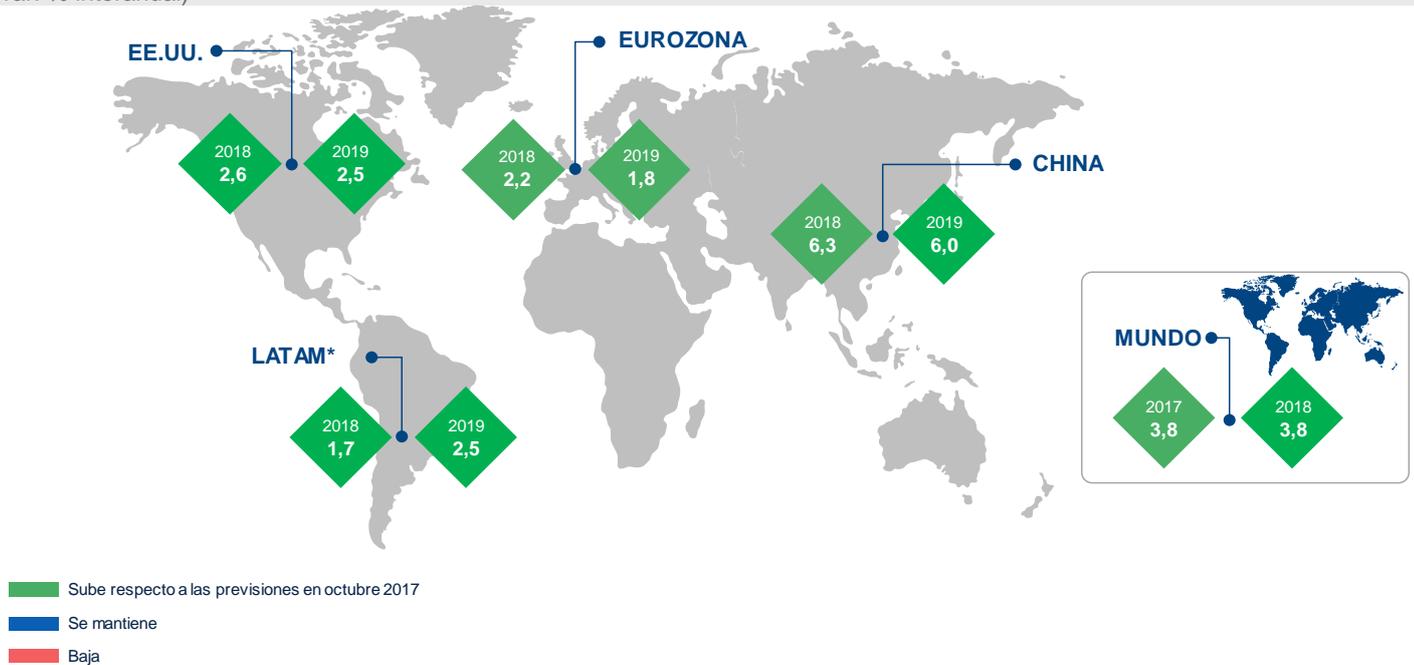
Además de las tendencias que actualmente viene mostrando la economía peruana, hacia adelante nuestro escenario base de proyección toma en cuenta lo que sigue.

Por **el lado externo**, condiciones más favorables que las anticipadas en nuestro reporte anterior (octubre) debido a:

- **Una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB para EE.UU., China y LatAm** (ver Gráfico 3.9). El ritmo de expansión de la actividad económica global se consolidará alrededor de 3,8 por ciento en los próximos dos años y será más sincronizado. Cabe mencionar que en el caso de China no solo hemos corregido al alza las previsiones de crecimiento económico para 2018 y 2019, sino que también lo hemos hecho para los años que les siguen. Con ello reflejamos que las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y, luego del Congreso Nacional

del Partido Comunista Chino de octubre, se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios.

Gráfico 3.9 Crecimiento mundial
(var. % interanual)

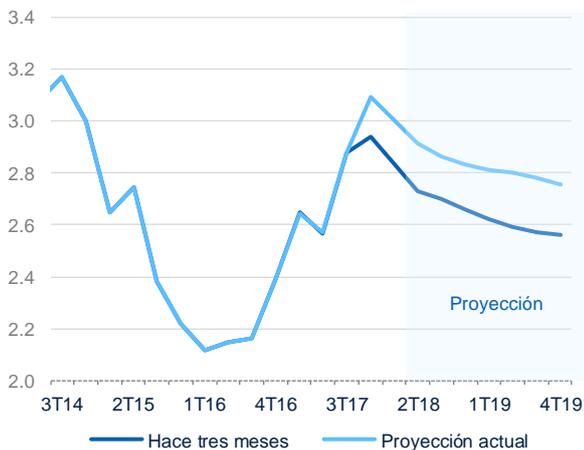


Corresponde a LatAm7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research

- **Una revisión al alza de los precios de las materias primas.** Cabe señalar que la recuperación que han mostrado las cotizaciones internacionales de los metales en los últimos meses ha coincidido localmente con una recuperación de la inversión minera (ver Gráfico 3.3). En este contexto, se han viabilizado proyectos mineros de tamaño mediano y pequeño por un monto que supera los USD 4 000 millones. Estimamos que el inicio de su construcción tendrá un impacto económico positivo en 2018 y que será bastante más sensible desde el siguiente año (ver Tabla 3.1).

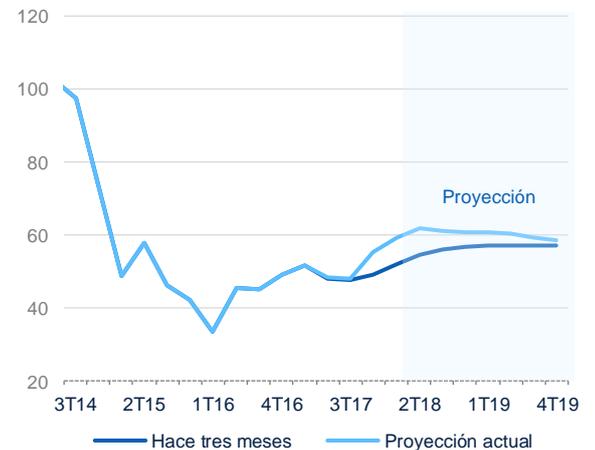
En el caso particular del precio del cobre, se ha revisado al alza toda la senda de proyección (ver Gráfico 3.10) de manera coherente con el mayor crecimiento previsto para China. Así, para 2018, el precio promedio aumentará hasta USD 2,90 por libra (desde los USD 2,79 por libra del año pasado). Actualmente la cotización del cobre se sitúa por encima de los USD 3,10 por libra, de manera que la trayectoria implícita a lo largo de 2018 (y en adelante) es a la baja. Ello se sustenta en que China moderará su crecimiento en los próximos trimestres, el dólar se apreciará en términos multilaterales, y los agentes no comerciales actualmente presentes en el mercado (con posiciones especulativas en favor del cobre) irán retirándose. Hacia el final del horizonte de proyección (2022), el precio del cobre tenderá a un nivel de USD 2,70 por libra, por encima de los USD 2,52 por libra que consideramos en nuestro ejercicio de hace tres meses.

Gráfico 3.10 Precio del cobre (USD/libra)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.11 Precio del petróleo WTI (USD/barril)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En cuanto al precio del petróleo (Perú es un importador neto de esta materia prima), nuestro escenario base considera que se ubicará alrededor de los USD 61 por barril en 2018, por encima del nivel promedio del año pasado (USD 51 por barril) y del que previmos hace tres meses (USD 55), esto último tomando en cuenta el ajuste al alza en el crecimiento mundial (mayor demanda), la extensión de los acuerdos para recortar producción de varios de los principales productores de crudo (menor oferta), y la introducción de una prima de riesgo por los eventos políticos en Arabia Saudita. En la medida de que los acuerdos para recortar la producción vayan expirando, los altos precios incentiven un incremento en la cantidad ofrecida de crudo en el mercado, y la prima de riesgo por Arabia Saudita ceda, el precio del petróleo tenderá a disminuir (ver Gráfico 3.11), lo que es más probable que ocurra desde 2019.

- **Una normalización solo gradual y anticipada de la posición de la política monetaria en las economías más desarrolladas**, en particular en EEUU. Nuestro escenario base considera que la FED elevará su tasa de política solo gradualmente, lo que facilitará su asimilación por los mercados (ver Gráfico 3.12). El incremento será de 75pb en 2018 (nuestra previsión anterior solo consideraba dos subidas de 25pb cada una) y de otros 50pb en 2019, lo que es consistente con el mayor crecimiento previsto para la economía norteamericana. Asimismo, nuestro escenario base de proyección asume que la FED desplegará el proceso de reducción de su balance de acuerdo con lo anunciado. En cuanto al BCE, reducirá las compras de activos en 2018 (a la mitad, pero probablemente el programa de compras no concluirá antes de setiembre); los incrementos de tasa solo empezarían en 2019.

Gráfico 3.12 FED: tasa de política monetaria (%)

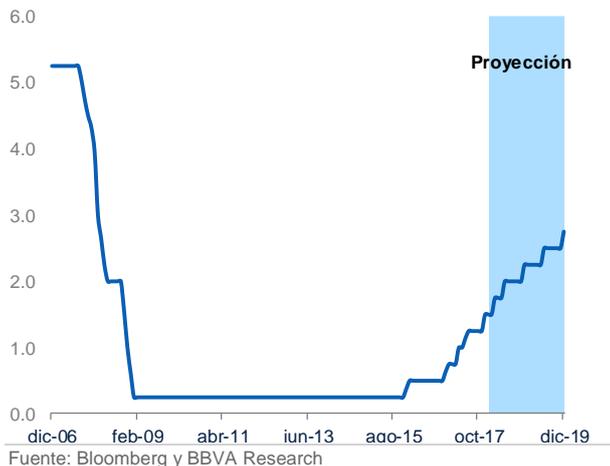


Tabla 3.1 Inversión minera en nuevos proyectos concesionados (USD millones)

Proyecto	Producción anual	Año	
		2018	2019
Mina Justa	110000 TMF/Cu	236	636
Amp.Toromocho	75000 TMF/Cu		650
San Gabriel	150000 OZ		250
Pukaqaqa	40600 TMF/Cu		353
Magistral	60000TMF/Cu		250
Total		236	2,139

Fuente: MINEM y BBVA Research

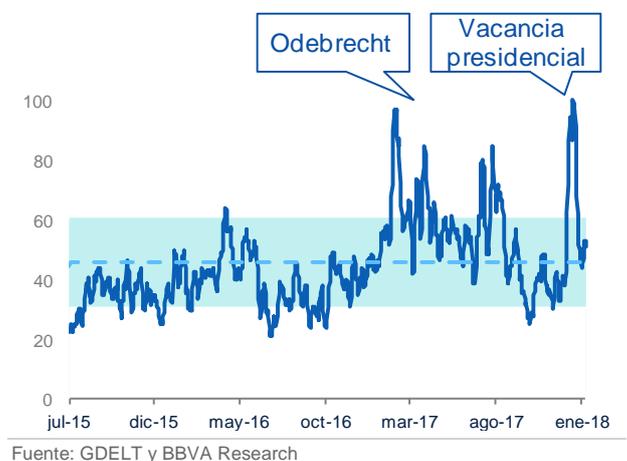
A diferencia de la mejora que prevemos para las condiciones externas, por **el lado interno** estamos asumiendo que, en comparación con nuestro reporte anterior (octubre), el contexto local será más complejo hacia adelante.

- A partir del ruido y el desgaste políticos generados durante el proceso de vacancia presidencial y el indulto al expresidente Fujimori, la sensación de que la gobernabilidad es precaria se incrementó y con ello también la incertidumbre. Luego del fuerte remezón, el reacomodo del escenario político tomará un tiempo. Durante ese período habrá **una mayor cautela para gastar de parte de las empresas (debilitamiento de la confianza empresarial, algo que ya se ha empezado a observar; ver Gráficos 3.13 y 3.14) y las familias; también la habrá en la gestión del gasto público**. Desde luego, conforme el nuevo contexto político se vaya aclarando y se tenga una mayor claridad, podríamos revisar nuestras previsiones de manera consistente.

Gráfico 3.13 Confianza empresarial (índice, en puntos)



Gráfico 3.14 Indicador de tensiones políticas en Perú (100 = dic. 28, 2017, el punto más alto en la muestra)



- **El impulso fiscal será menos pronunciado.** Estamos considerando en nuestras previsiones un menor dinamismo de los trabajos para rehabilitar y reconstruir la infraestructura dañada por El Niño Costero, no solo por esta mayor cautela en la gestión del gasto público, sino también porque, entre otras cosas, no hemos venido observando una aceleración como la anticipada en ese gasto. También estamos siendo ahora más conservadores con algunas de las obras de infraestructura más grandes, como por ejemplo la segunda línea del metro de Lima, mientras que en el caso de la construcción de las sedes para la realización de los Juegos Panamericanos de 2019 no hemos hecho mayores ajustes. Con todo, el impulso del mayor gasto público continúa explicando parte importante de la aceleración del crecimiento económico en 2018.

Es importante mencionar que, debido a las constantes postergaciones efectuadas, no estamos considerando en el horizonte de previsión el reinicio de la construcción del gasoducto en el sur del país, a diferencia de lo que hicimos hasta nuestro reporte anterior, cuando asumíamos que este reinicio se daría en 2019.

Bajo el escenario base descrito para 2018, en el que estarán ausentes las anomalías climatológicas que se presentaron el año previo, aún se tendrán vientos de cola del entorno internacional (que favorecerá así la inversión privada, sobre todo la minera, y la demanda de exportaciones con mayor valor agregado), y se acelerará el gasto público (en obras de reconstrucción y Juegos Panamericanos de 2019, aunque menos que lo que estimamos hace tres meses), el PIB crecerá alrededor de 3,5% este año (previsión anterior publicada en octubre: 3,9%). Más adelante, en 2019, continuará ganando tracción el gasto que realiza el sector privado, sobre todo la inversión minera con la construcción de proyectos pequeños y medianos (ver Tabla 3.1). La inversión privada no minera, por su parte, mostrará una tímida mejora en un entorno en el que se aceleran los trabajos para construir algunos proyectos grandes (ampliación del aeropuerto de Lima, por ejemplo), el mayor estímulo monetario se transmite plenamente al sector real, la situación política se va aclarando, y –suponemos– las tensiones políticas ceden por lo menos un poco, contexto en el que habrá cierta mejora en el empleo y así en el consumo privado. El gasto del sector público, por el contrario, se ralentizará, lo que es consistente con el inicio del proceso de consolidación fiscal al que apunta el Gobierno. En el balance, estimamos que el PIB continuará acelerándose y crecerá alrededor de 3,8% en 2019 (previsión anterior publicada en octubre: 4,0%).

En 2018, en particular, las actividades sectoriales que más destacarán serán la Pesca y la Construcción, la primera por la normalización de la extracción de anchoveta y la segunda por el empuje del gasto público en infraestructura

Estimamos que el conjunto de actividades primarias, es decir, de aquellas más vinculadas con la extracción de recursos naturales¹, será el de mayor dinamismo en 2018, con un crecimiento en torno al 6% (ver Tabla 3.2). Al interior, el sector más destacable será Pesca. Estamos considerando aquí dos relativamente buenas temporadas de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral, durante las que se extraería entre 4,0 y 4,5 millones de toneladas métricas de esa especie. Ello favorecerá también la elaboración de harina y aceite de pescado, es decir, a

1: Agropecuario, Pesca, Minería e Hidrocarburos y Manufactura primaria.

la Manufactura primaria. Nuestro escenario base de proyección también asume que algunas minas que el año pasado produjeron por debajo de su potencial, como por ejemplo Antamina, Toquepala, y Cuajone, este año normalizarán su producción. Finalmente, estamos considerando que el oleoducto en el norte del país estará operativo desde principios de año, lo que favorecerá la producción de petróleo, y un rebote en la producción agropecuaria luego de disipado El Niño Costero y en un entorno de condiciones climatológicas más normales.

Por el lado de las actividades no primarias -más orientadas a atender la demanda interna y que representan en conjunto más de 70% de la producción de bienes y servicios-, estimamos que continuarán recuperándose en 2018. Destacará la Construcción en un contexto en el que se acelerarán los trabajos en infraestructura (por ejemplo la reconstrucción de la que fue dañada por El Niño Costero y los Juegos Panamericanos de 2019). Ello tenderá a dinamizar otros sectores económicos que atienden la demanda de la actividad constructora o que la complementan, como los Servicios y la Manufactura no primaria. Estas tres actividades también se verán favorecidas por la mayor inversión minera.

Tabla 3.2 PIB por sectores productivos
(var. % interanual)

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
Agropecuario	2.6	1.5	3.7	3.2
Pesca	-10.1	4.7	8.8	13.6
Minería e hidrocarburos	16.3	3.1	6.3	1.0
Minería metálica	21.2	4.1	5.5	0.5
Hidrocarburos	-5.4	-2.4	11.4	4.1
Manufactura	-1.4	-1.0	2.5	4.8
Primaria	-0.6	1.0	8.0	7.0
No primaria	-1.6	-1.8	0.7	4.0
Electricidad y agua	7.3	1.2	3.9	4.7
Construcción	-3.1	2.6	4.0	6.0
Comercio	1.8	1.0	1.8	3.5
Otros servicios	4.4	3.2	3.4	4.3
PIB Global	4.0	2.3	3.5	3.8
PIB primario	10.0	2.5	6.0	2.5
PIB no primario*	2.5	2.0	2.8	4.3

* Excluye derechos de importación e impuestos
Fuente: BCRP y BBVA Research.

Tabla 3.3 PIB por el lado del gasto
(var. % interanual)

	2016	2017 (e)	2018 (p)	2019 (p)
1. Demanda interna	1,1	1,8	3,4	3,8
a. Consumo privado	3,3	2,5	2,7	3,3
b. Consumo público	-0,5	1,1	5,0	2,3
c. Inversión bruta interna	-3,9	0,4	4,4	6,0
Inversión bruta fija	-4,6	0,7	4,0	5,7
- Privada	-5,9	0,5	3,0	6,7
- Pública	0,6	1,7	8,0	2,2
2. Exportaciones	9,5	6,1	3,2	2,7
3. PIB	4,0	2,3	3,5	3,8
4. Importaciones	-2,2	4,3	2,8	2,6
<i>Nota:</i>				
<i>Demanda interna (excl. inventarios)</i>	0,9	1,9	3,3	3,7
<i>Gasto privado (excl. inventarios)</i>	1,1	2,0	2,8	4,0
<i>Gasto público (consumo e inversión)</i>	-0,2	1,3	5,9	2,3

Fuente: BCRP y BBVA Research

Este desempeño sectorial se reflejará por el lado del gasto en un mayor dinamismo de la demanda interna en comparación con el del año previo (ver Tabla 3.3), apuntalado por el incremento del gasto público y la inversión privada (sobre todo la minera). En términos cualitativos no hay así mayores cambios con respecto a lo que previmos hace tres meses. Sin embargo, sí hemos moderado la expansión del gasto público, como antes se explicó, y hemos realizado ajustes al interior de la inversión privada. En este último caso, el ritmo de crecimiento de la minera es ahora mayor que el que previmos en nuestro reporte anterior (y que nuestro estimado para 2017) debido a que ahora anticipamos que los precios de los metales, y en particular el del cobre, serán más altos en todo el horizonte de proyección. En ese contexto, se ha incorporado en el escenario base una mayor inversión en exploración y la construcción de un conjunto de minas pequeñas y medianas (ver Tabla 3.1) que se iniciará en 2018 pero que será más sensible el próximo año. La inversión no minera, por el contrario, se ha corregido a la baja (y avanzará a un ritmo

no muy distinto al del año pasado) debido a la mayor cautela para gastar del sector privado, cautela relacionada con el entorno político local, lo que naturalmente acota la generación de empleo en condiciones adecuadas.

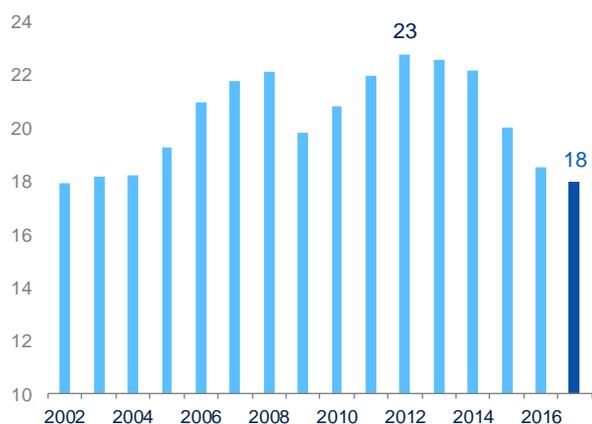
A medio plazo, el crecimiento del PIB se ubicará alrededor de 3,5%, un nivel bajo para romper la trampa de los ingresos medios

La incertidumbre vinculada a la elevación del ruido político y, sobre todo, a la mayor sensación de que la gobernabilidad es precaria, podría tener implicancias para el crecimiento de medio plazo. En primer lugar, porque el entorno para hacer negocios y acumular capital es menos propicio. En segundo lugar, porque es menos probable que se alcancen consensos para aprobar e implementar medidas que impulsen la productividad y la competitividad. Nuestro escenario base para el período 2020-2022 considera un crecimiento promedio anual del PIB de 3,6%. Ello es consistente con una inversión bruta fija (privada y pública) que se estabilizaría en un nivel equivalente a algo menos de 23% del PIB, por debajo de los niveles más altos que se observaron en el período de fuerte crecimiento de 2002-2013 (aproximadamente 27% del PIB) y también inferior a los registrados en economías que experimentaron fases de rápido crecimiento como las del este de Asia.

4. Política fiscal: el mayor reto sigue siendo incrementar los ingresos del gobierno

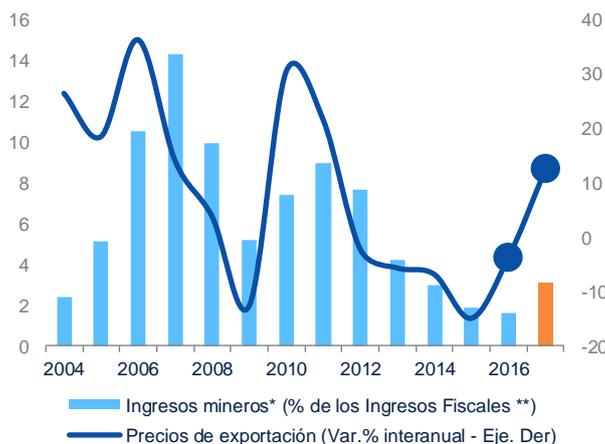
El déficit fiscal aumentó en 2017 hasta 3,2% del PIB (2,6% el año previo). La ampliación del déficit se explicó, principalmente, por la reducción de los ingresos fiscales (como porcentaje del PIB, ver Gráfico 4.1). Este descenso se da a pesar del mejor desempeño de la demanda interna y del aumento de los términos de intercambio –con lo que se incrementaron los ingresos provenientes de la minería (ver Gráfico 4.2)-, y está relacionado con las medidas que se implementaron para tornar más atractiva la formalización empresarial (por ejemplo, la introducción del régimen MyPE tributario o del IGV justo), las que han tenido un impacto negativo sobre la recaudación, por lo menos en el corto plazo.

Gráfico 4.1 Ingresos corrientes del Gobierno General (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.2 Ingresos fiscales provenientes de la minería y Precios de exportación



*Corresponde el impuesto a la renta (3ra categoría), gravamen, e impuesto especial a la minería.** Son los ingresos corrientes del Gobierno General.
Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

Para 2018 proyectamos que el déficit del Gobierno aumentará transitoriamente hasta 3,4% del PIB. Este será el nivel más alto en dieciocho años. El mayor déficit fiscal que anticipamos es consistente con el aumento que habrá en el gasto para atender los trabajos de reconstrucción de la infraestructura dañada por El Niño Costero (se incrementa en USD 950 millones con respecto al año pasado), el despliegue de infraestructura para los Juegos Panamericanos de 2019 (aumento de USD 635 millones), y la aceleración de las obras en los proyectos de infraestructura pública más grandes (aumento de USD 640 millones), sobre todo en la segunda línea del metro de Lima. Esto implicará que el gasto del sector público no financiero aumente cerca de 6% en términos reales, empuje que es más conservador que el que proyectamos en nuestro reporte anterior debido a lo que antes se explicó.

Por el lado de los ingresos, estimamos que estos empezarán a recuperarse (como porcentaje del PIB) debido a que la demanda interna continuará fortaleciéndose, los precios de los metales serán en promedio más altos que el año pasado (el del cobre, en particular), y las devoluciones tributarias empezarán a normalizarse (el pico se habría alcanzado a inicios del año pasado y luego de ello se habrían estabilizado e incluso empezado a ceder). Además, este año no habrá un efecto a la baja por el IGV justo (su impacto fue, por naturaleza, temporal cuando se introdujo). Todo ello más que compensará la deducción adicional del impuesto a la renta para personas naturales que iniciará en 2018 y el que nuestra proyección no contemple ingresos extraordinarios como los que se dieron el año pasado (ejecución de la carta fianza del operador del proyecto Gasoducto del Sur o amnistía tributaria para la declaración de fondos y rentas del exterior).

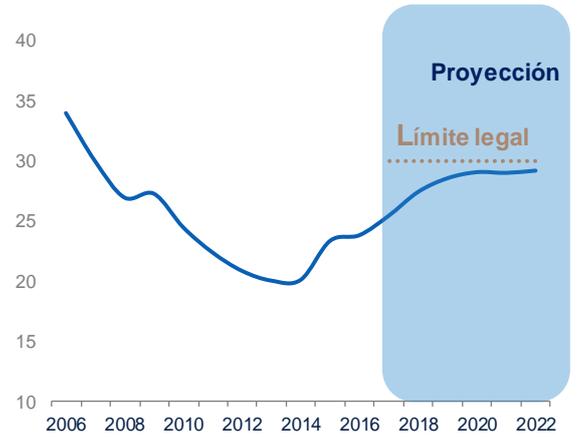
El Gobierno se ha comprometido a que a partir de 2019 se iniciará un proceso de consolidación fiscal. Es un compromiso que, si bien requerirá de esfuerzo, parece realista en la medida de que el incremento del gasto público en 2018 se da sobre todo por el lado de la inversión y tiene una naturaleza temporal (reconstrucción de infraestructura, Juegos Panamericanos); a ello se suma que los ingresos habrán dejado de disminuir como porcentaje del PIB y las devoluciones tributarias empiezan a normalizarse. Esta tendencia a consolidar las cuentas fiscales está recogida en nuestro escenario base. Sin embargo, el ritmo de esa consolidación es menos ambicioso que el del Gobierno. Por el lado del gasto somos más conservadores para darle algo de mayor flexibilidad al gasto de infraestructura y corriente (el ajuste aquí es menos intenso); por el lado de los ingresos, asumimos que las medidas tributarias que se dieron en 2017 para hacer más atractiva la formalización empresarial tendrán un impacto solo acotado sobre la recaudación. De esta manera, el déficit fiscal empezará a cerrarse desde 2019 (ver Gráfico 4.3) y se ubicará alrededor de 2,0% del PIB hacia 2021. Es importante mencionar que la tendencia a consolidar las cuentas fiscales desde el próximo año, junto con una deuda pública bruta que estimamos que se estabilizará en torno a 29% del PIB en el medio plazo (por debajo del límite máximo de 30% del PIB establecido en la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal; ver Gráfico 4.4), son elementos fundamentales para mantener la credibilidad del Estado peruano y, en ese sentido, de su calificación crediticia soberana.

Gráfico 4.3 Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 4.4 Deuda pública bruta (% del PIB)



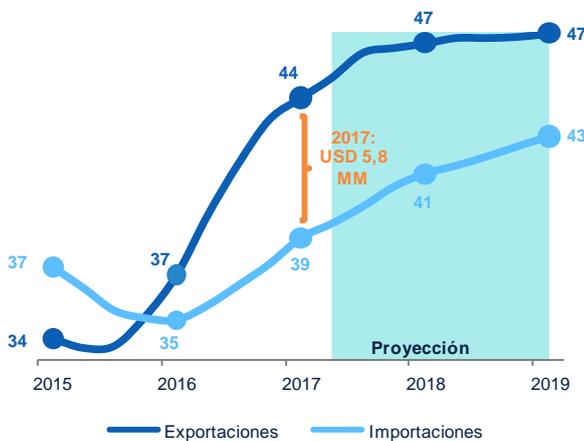
Fuente: BCRP y BBVA Research

No descartamos que el gobierno implemente medidas para elevar la recaudación tributaria (o que restituya algunas que eliminó en los últimos años), que como porcentaje del PIB ha descendido desde 2012 en cinco puntos porcentuales. La recuperación de los ingresos será importante para asegurar la reducción del déficit fiscal, así como para evitar que la inversión pública tenga que perder espacio (por ser un componente del gasto público menos rígido que el gasto corriente). De esa manera también será importante para contribuir a que el país no vea revisada de manera negativa su calificación crediticia soberana.

5. Bajo déficit en cuenta corriente: fortaleza en un entorno de moderación del influjo de capitales

La balanza comercial mejoró en 2017 debido al fuerte incremento de los valores exportados (ver Gráfico 5.1). Los mayores precios de exportación y la mejora de la demanda mundial (y dentro de ella, la de LatAm) fueron los dos elementos principales que incidieron favorablemente en este desempeño. El primero implicó que los envíos de productos tradicionales, en particular los mineros (ver Gráfico 5.2), se incrementaran fuertemente, en tanto que el segundo fue más relevante para los envíos no tradicionales, que mejoraron, aunque de manera más acotada. Estimamos que en este contexto el superávit comercial peruano se haya ubicado en torno a los USD 5 800 millones en 2017, el más alto desde 2012. Los mayores precios de exportación, sin embargo, también implicaron mayores utilidades de las empresas mineras y así, a nivel macroeconómico, de egresos por renta de factores. Nuestro balance del mayor superávit comercial pero también de mayores egresos por renta de factores nos lleva a que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos continuó descendiendo en 2017, ubicándose en torno a 1,3% del PIB.

Gráfico 5.1 Balanza comercial (USD miles de millones)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research

Gráfico 5.2 Incremento anual de las exportaciones en 2017 (millones de USD; estimado)



Fuente: BCRP y BBVA Research

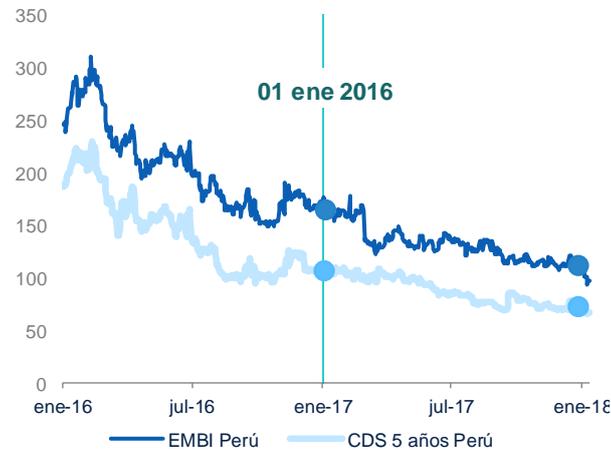
Para 2018 prevemos cierto deterioro del déficit externo hasta un nivel equivalente a 1,8% del PIB. Ello se dará en un contexto en que el mayor dinamismo de la demanda interna impulsará las importaciones y en el que el precio promedio del petróleo subirá, todo ello atenuado por los mayores precios promedio de los metales que Perú exporta. Más adelante, a pesar de que proyectos mineros de tamaño medio y pequeño empezarán a producir desde 2021, la corrección a la baja de los precios de los metales y la consolidación de la demanda interna llevarán a que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubique en torno a 2% del PIB.

Estos déficits externos son relativamente bajos, lo que acota las necesidades de financiamiento externo. Ello fortalece la posición de la economía peruana para enfrentar la disminución de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, lo que es destacable tomando en cuenta el tono menos acomodaticio que va adquiriendo la política monetaria en las economías más desarrolladas (con lo que la mayor rentabilidad relativa de los activos de países emergentes pierde espacio) y las medidas tributarias que implementará la administración Trump en EEUU (el fuerte recorte del impuesto a la renta y los incentivos para la repatriación de capitales puede inducir una mayor inversión norteamericana y extranjera en Estados Unidos).

6. Mercados financieros: activos siguen mostrando buen desempeño, aunque con episodios de volatilidad de corto plazo

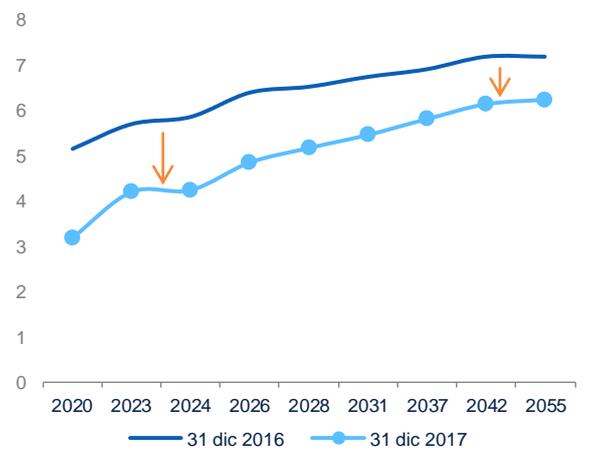
En el último trimestre de 2017, los activos financieros peruanos continuaron fortaleciéndose, no sin algunos sobresaltos puntuales y transitorios, como por ejemplo el que se dio a fines de año con la moción de vacancia presidencial discutida en el Congreso (la que finalmente, para sorpresa de muchos, no prosperó). Un comportamiento también positivo se observó en la evaluación anual: los indicadores de riesgo se comprimieron aún más (el EMBI, por ejemplo, disminuyó 35%; ver Gráfico 6.1), los rendimientos exigidos a los títulos de deuda soberana descendieron (entre 100 y 200 puntos básicos; ver Gráfico 6.2), las empresas peruanas se animaron a incrementar sus emisiones de títulos en los mercados internacionales (incluso emitiendo en moneda local; ver Tabla 6.1), y se revalorizaron las acciones (los índices bursátiles de algunos sectores se incrementaron en más de 25%; ver Gráfico 6.3).

Gráfico 6.1 Indicadores de riesgo (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.2 Curva de rendimientos de bonos soberanos (%)



Fuente: Bloomberg

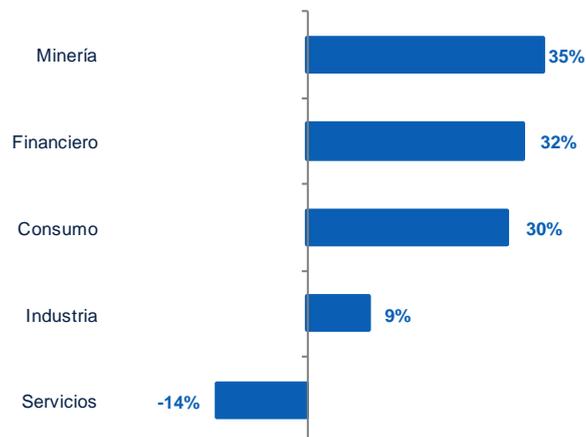
Este buen desempeño se dio en un entorno de abundancia de liquidez a nivel global, expectativa de que los bancos centrales de las economías más desarrolladas retirarán los estímulos monetarios pero solo gradualmente y de manera anticipada, incremento de los precios de exportación que fortaleció las cuentas externas, y continua solidez de las finanzas públicas.

Gráfico 6.3 Emisión de bonos en el mercado internacional por parte de empresas peruanas, 2017

	Mes de emisión	Monto (mills. De US\$)	Plazo (años)	Tasa (%)	
Sector no financiero		3840			
Privado		1840			
	Orazul	Abril	550	10	5,6
	Cerro del Águila	Agosto	650	10	4,1
	San Miguel Industrias	Septiembre	300	5	4,5
	Fenix Power Perú	Septiembre	340	10	4,3
Público		2000			
	Petróleos del Perú	Junio	1000	15	4,8
	Petróleos del Perú	Junio	1000	30	5,6
Sector financiero		1522			
Privado		918			
	Intergroup	Octubre	300	10	4,1
	Banco de Crédito del Perú ¹	Octubre	618	3	4,9
Público		605			
	Fondo Mivivenda ¹	Febrero	455	6	7,0
	Fondo Mivivenda	Febrero	150	7	3,5
Total		5362			

1/ Emisión en soles. Fuente: BCRP

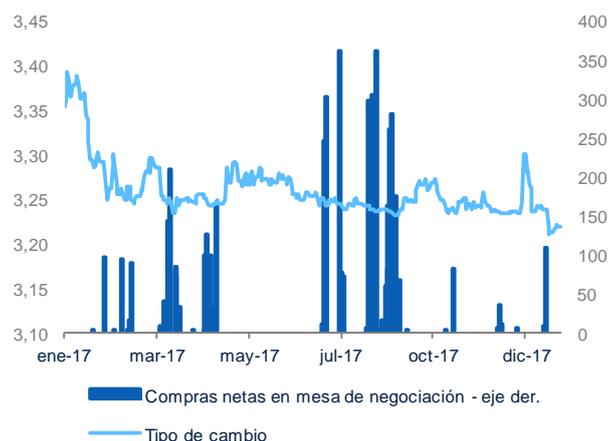
Tabla 6.1 Índices bursátiles sectoriales, 2017 (medidos en soles, var. % interanual)



Fuente: BVL

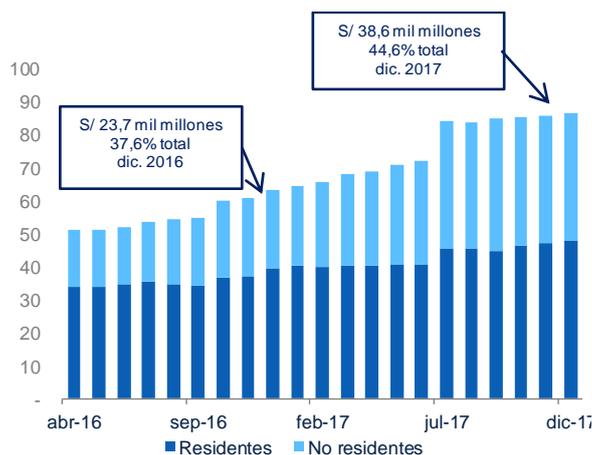
Estos elementos también favorecieron la apreciación de la moneda peruana (PEN). Su fortalecimiento en 4% durante el año se dio a pesar de las intervenciones cambiarias del Banco Central con sus distintos instrumentos, entre ellos las compras directas de moneda extranjera en el mercado (ver Gráfico 6.4), las que en el año ascendieron a poco más de USD 5 mil millones.

Gráfico 6.4 Tipo de cambio y Compras directas de dólares por parte del Banco Central en el mercado (S/ por USD; USD millones)



Fuente: Bloomberg y BCRP

Gráfico 6.5 Tenencia de bonos soberanos por parte de inversionistas no residentes (miles de millones de soles)



Fuente: MEF

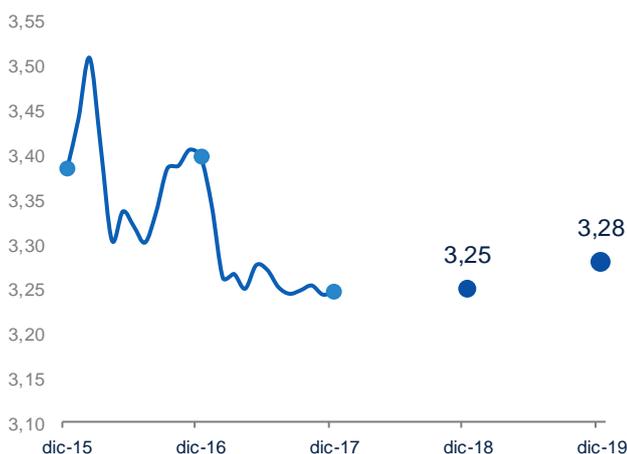
Dos de los principales mecanismos a través de los cuales se materializaron las presiones a la baja sobre el tipo de cambio USDPEN en 2017 fueron el superávit comercial -que se incrementó de USD 1,9 mil millones en 2016 a USD 5,8 mil millones el año pasado según nuestros estimados- y el influjo de capitales. Sobre esto último, es interesante notar que hubo mucho apetito de inversionistas no residentes por bonos soberanos: sus tenencias de estos títulos

aumentaron en 2017 por el equivalente a más de USD 7 mil millones (ver Gráfico 6.5), muchas de esas compras quizás no cubiertas contra el riesgo cambiario si se toma en cuenta que la banca vendió en el mismo período dólares en el mercado *forward* (sin entrega) por solo USD 1,4 mil millones.

El superávit comercial y el flujo de capitales para adquirir activos financieros peruanos privados y públicos se mantendrán en 2018, aunque serán más moderados. Esta moderación se explica porque prevemos que el crecimiento de China irá perdiendo algo de dinamismo, los precios de los metales empezarán a ceder, y la política monetaria de las economías más desarrolladas se apretará gradualmente. Asumiendo que el banco central seguirá activo en el mercado local, estimamos que el tipo de cambio concluirá el año 2018 en un nivel no muy distinto al del año anterior (alrededor de 3,24 o 3,25; ver Gráfico 6.6). La moderación del superávit comercial y de los flujos de capitales para adquirir activos financieros continuará más allá de este año, de modo que la moneda local mostrará cierta tendencia a depreciarse en 2019.

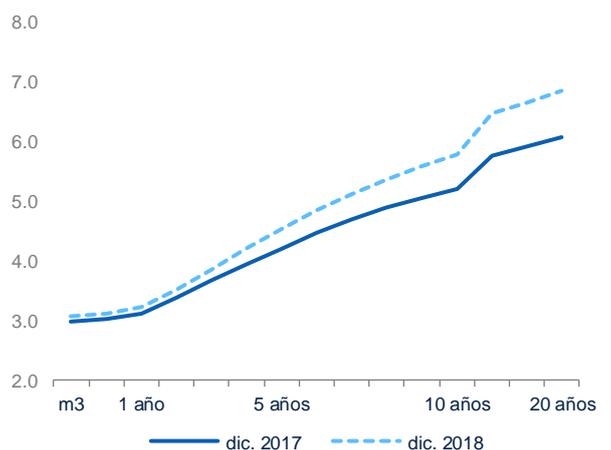
Cabe mencionar que nuestro escenario base de proyección de variables macroeconómicas es consistente con un incremento en 2018 de los rendimientos exigidos a los bonos soberanos. En comparación con los observados hacia fines del año pasado, los incrementos en los rendimientos exigidos serían acotados en los tramos más cortos, algo más relacionados con la política monetaria (que aún tiene espacio para hacer recortes de tasa), en tanto que en los tramos más largos podrían darse alzas de hasta 80 puntos básicos. Así, la curva de rendimientos se empinará (ver Gráfico 6.7).

Gráfico 6.6 Proyección de tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6.7 Curva de rendimientos de bonos soberanos* (%)

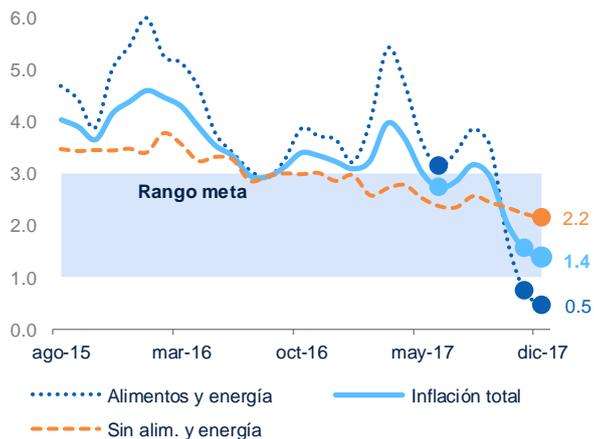


*Proyección hecha siguiendo la metodología Affine (modelo de factores dinámicos), basado en Nelson, C. y Siegel A. F. (1987): "Parsimonious Modeling of Yield Curves", Journal of Business 60 (4), pp.473-789. Fuente: Bloomberg y BBVA Research

7. Inflación tocará mínimos a fines de este trimestre, pero luego tenderá a converger al centro de la meta

En el último trimestre de 2017, la inflación mostró un fuerte descenso, pasando de 2,9% en setiembre a 1,4% en diciembre. Los precios de algunos alimentos, que se habían elevado transitoriamente con el impacto de El Niño Costero, tendieron a normalizarse. El último registro de inflación es el más bajo en siete años y medio. Los indicadores de tendencia inflacionaria también mostraron una trayectoria decreciente en los últimos meses y a lo largo del año, probablemente como reflejo de la apreciación de la moneda local y de la debilidad de la actividad económica.

Gráfico 7.1 Inflación: total, sin alimentos ni energía, y solo alimentos y energía (var. % interanual)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

Gráfico 7.2. Inflación (var. % interanual del IPC)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

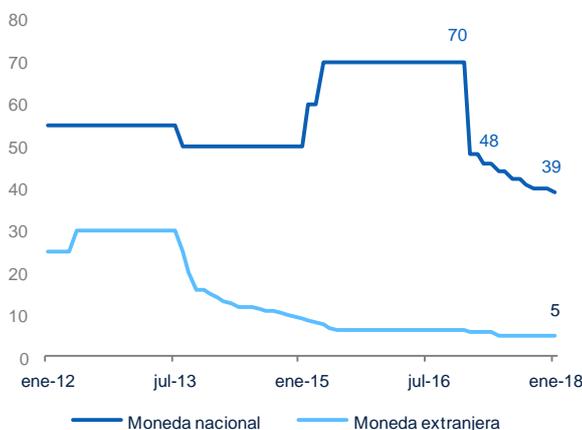
Estimamos que buena parte de las correcciones de precios de los alimentos ya se habrían dado. Aún así, debido a una alta base de comparación interanual, la inflación continuará disminuyendo en el primer trimestre de 2018 y transitoriamente se ubicará por debajo del rango meta (ver Gráfico 7.2). Más adelante, sin embargo, la inflación tenderá a converger al centro del rango meta y estimamos que lo alcanzará hacia fines de año. Ello refleja cuatro cosas. En primer lugar, que el ritmo de avance interanual de los precios de los alimentos, que descendió marcadamente el año pasado, se normalizará. La proyección considera así la ausencia de choques de oferta por este lado. En segundo lugar, que el tipo de cambio se mantendrá relativamente estable, a diferencia de lo que ocurrió en 2017, cuando disminuyó 4% e incidió en el mismo sentido sobre la inflación. En tercer lugar, y más bien conteniendo el avance de los precios, que si bien la actividad económica continuará ganando tracción, aún se mantendrán las holguras en la economía. Finalmente, y compensando también en parte los dos primeros elementos, el ritmo de aumento interanual del precio del petróleo disminuirá a la mitad este año, lo que generará presiones a la baja sobre la inflación local.

8. Política monetaria: ¿más flexibilización en camino?

En el entorno de fuerte descenso de la inflación —que está llevando a las expectativas inflacionarias por el mismo camino, aunque de modo más lento- y de debilidad cíclica de la economía, el Banco Central (BCR) ha continuado reduciendo su tasa de política. En el último trimestre del año pasado hizo un recorte de 25 puntos básicos (pb), lo que se suma a las tres rebajas anteriores (en mayo, julio, y setiembre). Con ello, la tasa de interés de referencia concluyó el año en 3,25%. Además, siguió recortando los encajes en dólares (ver Gráfico 8.1) buscando así compensar la subida de tasas de interés internacionales y de esa manera atenuar el impacto sobre el crédito.

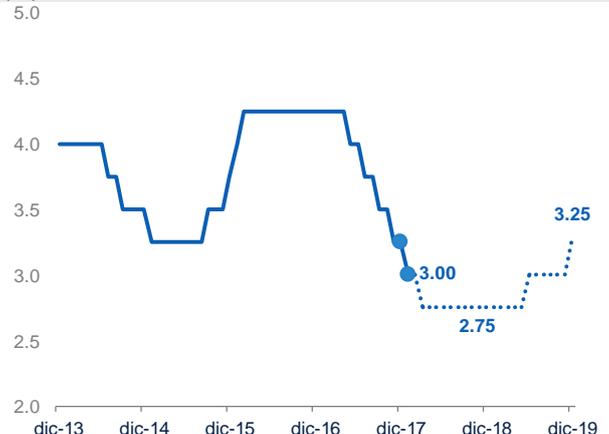
En enero de 2018, el BCR volvió a recortar la tasa de política en 25pb, llevándola a 3,00%. Era razonable que el Banco Central se animara a rebajarla tomando en cuenta el desempeño de la inflación en los últimos meses, el espacio que aún tienen las expectativas inflacionarias para continuar disminuyendo (según cálculos del Banco Central, en diciembre se ubicaron en 2,3%), la debilidad cíclica de la economía, un impulso fiscal que está tomando más tiempo en concretarse, la incertidumbre que imprime el mayor ruido político (reflejada ya en un descenso importante de la confianza empresarial), y la relativa estabilidad del tipo de cambio. No descartamos que en los próximos dos o tres meses haya una rebaja adicional de 25pb si el crecimiento del PIB sorprende negativamente a las autoridades económicas (estimamos que ello ocurrirá con las cifras del cuarto trimestre), el impulso por el lado fiscal se ubica por debajo de lo previsto, el mayor ruido político se traduce en una disminución adicional de la confianza empresarial, o las expectativas inflacionarias pasan a ubicarse por debajo de 2% (centro del rango meta). Luego de ello, con una inflación que tenderá a converger al centro del rango meta, con expectativas inflacionarias posicionadas en torno al mismo, con un gasto del sector privado que poco a poco gana tracción, y con políticas monetarias en Estados Unidos y Europa orientadas de manera más clara hacia la normalización, estimamos que el BCR optará por mantener la tasa de referencia en 2,75% (ver Gráfico 8.2) y solo empezará a levantarla en la segunda mitad del próximo año.

Gráfico 8.1 Tasa de encaje marginal en moneda local y extranjera (% de las obligaciones sujetas a encaje)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 8.2. Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

9. Proyección de crecimiento para 2018 con alta incertidumbre, a la espera de una mayor definición del nuevo escenario político

Nuestro escenario base de proyección del PIB en 2018 considera, por el lado externo, que la desaceleración del crecimiento de China será moderada, que la normalización de las condiciones monetarias en las economías más desarrolladas seguirá siendo suave, sin sobresaltos, y que, en ese contexto, los precios de los metales (cobre, en particular) se mantendrán en niveles atractivos que favorecerán la inversión minera (en exploración y el inicio de la construcción de un grupo de minas medianas y pequeñas). Por el lado local, el escenario base de proyección para 2018 es consistente con la aceleración del gasto público para reconstruir la infraestructura dañada por El Niño Costero, para desplegar la infraestructura requerida para los Juegos Panamericanos de 2019, y en los proyectos de infraestructura más grandes como la segunda línea del metro de Lima. Si lo que finalmente se materializa para cada uno de estos factores externos y locales resulta ser distinto de lo proyectado, naturalmente llevará a que el PIB de 2018 también sea distinto de lo que anticipamos (crecimiento de 3,5%). El riesgo que identificamos en cada uno de estos elementos es, en concreto, el que sigue.

- **Crecimiento de la economía china.** El escenario base asume que China crecerá 6,3% en 2018 (luego de expandirse alrededor de 6,7% el año pasado). La desaceleración es moderada y aún debe darle un soporte interesante a los precios de las materias primas. El riesgo es que esta desaceleración sea más acentuada por un impacto más sensible del endurecimiento regulatorio y del menor apoyo de las políticas monetaria y fiscal. Si ello ocurre, habrá un impacto a la baja sobre el crecimiento mundial y sobre los precios de las materias primas. Localmente, se resentirá el avance de la actividad económica (inversión minera, confianzas) y retrocederán los precios de los activos (mayor prima de riesgo, menor influjo de capitales), entre ellos la moneda local.
- **Condiciones monetarias en las economías más desarrolladas.** El escenario base incorpora que la FED seguirá en 2018 incrementando su tasa de política de manera ordenada y previsible (+75pb en el año) y que continuará ajustando su balance según lo anunciado, en tanto que el BCE reducirá la compra de activos este año. Ello implicará un descenso moderado del apetito por activos financieros de economías emergentes, entre ellas Perú. Sin embargo, existe el riesgo de que estos ajustes resulten ser más intensos. En el caso de EEUU, por ejemplo, ello podría ocurrir si las presiones inflacionarias repuntan con más fuerza (en un entorno de reducida holgura en el mercado laboral y de rebajas impositivas) o se acentúan los signos de sobrevaloración que muestran algunos activos. En ese escenario de riesgo, probablemente cedan los precios de las materias primas (lo que impactará negativamente sobre la inversión minera), aumenten las primas de riesgo, y domésticamente haya impactos negativos sobre las condiciones de financiación (en moneda extranjera y local), todo lo cual incidiría a la baja sobre la actividad económica.

- **Empuje del gasto público.** El riesgo aquí es que este empuje sea menor que lo que se considera en el escenario base, por ejemplo en la reconstrucción de las zonas afectadas por El Niño Costero y en los proyectos de infraestructura más grandes, incluso a pesar de la revisión a la baja que ya hemos incorporado. También existe el riesgo de que las investigaciones judiciales que puedan enfrentar algunas empresas constructoras inhiba a las autoridades de firmar las adendas necesarias para que obras públicas en general avancen o de licitar nuevos proyectos. En este escenario, el menor impulso fiscal tendría un impacto directo en el mismo sentido sobre la actividad económica, pero también indirecto a través de las confianzas y el menor efecto dinamizador sobre el resto de la economía.

Un elemento adicional, importante, que también condiciona nuestra proyección de crecimiento para 2018 es la situación política local. El escenario base incorpora cierta cautela para gastar de las empresas y las familias, así como en la gestión del gasto público, luego del ruido y desgaste políticos que generaron el proceso de vacancia presidencial y el indulto al expresidente Fujimori en diciembre último. Estos eventos parecen haber incrementado la sensación de que la gobernabilidad es precaria y, de esa manera, la incertidumbre. El alza significativa de nuestro indicador de tensiones políticas a fines de diciembre y el brusco descenso de la confianza empresarial en el mismo mes apuntan en esa dirección. Sin embargo, aún es prematuro para tener claro cómo se reacomodará finalmente el escenario político local luego de los eventos de fines del año pasado y cuáles serán las implicaciones de ese reacomodo. También lo es anticipar los alcances e implicaciones que tendrán los próximos desarrollos del asunto Lava Jato. Todo ello imprime un riesgo adicional de que el crecimiento del PIB en 2018 se desvíe de lo que tenemos previsto.

10. Cuadros

Cuadro 10.1 Previsiones macroeconómicas

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (var. % a/a)	3,3	4,0	2,3	3,5	3,8
Demanda interna (var. % a/a)	2,9	1,1	1,8	3,4	3,8
Consumo privado (% a/a)	4,0	3,3	2,5	2,7	3,3
Consumo público (% a/a)	9,8	-0,5	1,1	5,0	2,3
Inversión bruta fija (% a/a)	-5,3	-4,6	0,7	4,0	5,7
Inflación (% a/a, fdp)	4,4	3,2	1,4	2,0	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	3,39	3,40	3,25	3,25	3,28
Tasa de interés de política (% fdp)	3,75	4,25	3,25	2,75	3,25
Resultado fiscal (% PIB)	-2,1	-2,6	-3,2	-3,4	-2,7
Cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-2,7	-1,3	-1,8	-2,0

Fecha de cierre de previsiones: 19 de enero de 2018
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Cuadro 10.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (var. % a/a)	Inflación (%, a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (%, fdp)
T1 16	4,6	4,3	3,41	4,25
T2 16	3,9	3,3	3,32	4,25
T3 16	4,7	3,1	3,38	4,25
T4 16	3,1	3,2	3,40	4,25
T1 17	2,2	4,0	3,27	4,25
T2 17	2,4	2,7	3,27	4,00
T3 17	2,5	2,9	3,25	3,50
T4 17	2,2	1,4	3,25	3,25
T1 18	4,4	0,4	3,22	2,75
T2 18	4,0	1,6	3,24	2,75
T3 18	2,4	1,2	3,24	2,75
T4 18	3,3	2,0	3,25	2,75
T1 19	3,9	2,0	3,25	2,75
T2 19	3,8	2,1	3,26	3,00
T3 19	3,6	2,2	3,27	3,00
T4 19	3,8	2,4	3,28	3,25

Fecha de cierre de previsiones: 19 de enero de 2018
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

Economista Jefe de Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com
+51 1 2092042

Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Ismael Mendoza
ismael.mendoza@bbva.com

Yalina Crispin
yalina.crispin@bbva.com

Marlon Broncano
marlon.broncano@bbva.com

Vanessa Belapatiño
vanessa.belapatiño@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Perú: Av. República de Panamá 3055, San Isidro, Lima 27 (Perú) Tel: + 51 12092042-
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com